

Coninco Master Class 2009

L'importance de la sélection *bottom-up* dans
l'immobilier non coté

Informations importantes

Les données contenues dans cette présentation sont hautement confidentielles et ne sont fournies qu'à titre d'information. Cette présentation ne peut être ni reproduite ni distribuée et ne constitue ni une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou instrument ou de participation à une quelconque stratégie de négociation.

Certaines hypothèses ont été établies concernant les informations relatives aux performances historiques mentionnées dans la présentation, et ces informations ne sont données qu'à titre d'exemple. Il n'est pas garanti que les performances mentionnées seront atteintes en appliquant une stratégie d'investissement en grande partie identique ou similaire à celle décrite dans la présentation ou que les hypothèses établies afin d'obtenir, de calculer ou de présenter les informations relatives aux performances historiques de ce document ont été considérées ou énoncées lors de la préparation de la présentation. Les performances historiques ne permettent pas de préjuger des résultats futurs, et les informations relatives aux performances historiques de la présentation ne doivent pas être considérées comme un indicateur des performances futures, susceptibles d'être obtenues en appliquant une stratégie d'investissement en grande partie identique ou similaire à celle décrite dans la présentation.

Morgan Stanley ne prodigue aucun conseil à ses clients en matière de fiscalité et de comptabilité fiscale. Le présent document n'a pas été rédigé dans l'objectif, et ne peut être utilisé comme un outil de réduction de la fiscalité applicable aux termes des lois américaines. La législation fiscale fédérale et des États est complexe et évolue régulièrement. Les investisseurs doivent toujours consulter leur conseiller juridique ou fiscal pour obtenir des informations concernant leur situation.

Les informations concernant les rendements attendus des marchés et les perspectives de marché reposent sur les recherches, les analyses et l'opinion de l'équipe de gestion de Morgan Stanley Alternative Investment Partners (« Morgan Stanley AIP »). Ces conclusions sont par nature hypothétiques, sont susceptibles de ne pas se révéler correctes et n'ont pas pour but de prévoir les performances de tout investissement réalisé par Morgan Stanley investment.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Morgan Stanley AIP à la date du document et non à une date future.

Les investissements effectués dans le cadre de la gestion alternative sont spéculatifs et comportent un risque élevé. Les investisseurs peuvent perdre tout ou une partie importante de leur investissement. Ces investissements s'adressent uniquement à des investisseurs de long terme prêts à renoncer à toute liquidité et à risquer leur capital pendant une période indéterminée. Les investissements alternatifs sont généralement très illiquides. Il n'existe pas de marché secondaire dédiés aux fonds privés et les fonds sont soumis à des restrictions en matière de rachats, d'allocation ou de transferts d'investissements vers des fonds privés. Les portefeuilles de gestion alternative ont souvent recours au levier et à d'autres pratiques à caractère spéculatif susceptibles d'augmenter la volatilité et le risque de perte. Les investissements alternatifs sont généralement soumis à des frais et des coûts plus élevés que les autres véhicules d'investissement ; ces frais et ces coûts diminueront le rendement obtenu par les investisseurs. Les portefeuilles de gestion alternative pratiquent généralement des frais plus élevés que les gérants de fonds uniques en raison d'un niveau de frais supplémentaire.

La valeur des biens immobiliers est dépendante de nombreux facteurs comme les taux d'intérêt, les impôts fonciers, la réglementation relative à l'aménagement du territoire, l'évolution de l'offre et de la demande, ainsi que les caractéristiques des économies locale, régionale et nationale. La valeur de marché des actions des REIT est sensible à différents facteurs comme les flux de trésorerie, la qualité de crédit, la conjoncture économique et le code d'urbanisme local, les prix des biens immobiliers, le profil des locataires et les taux d'intérêt. Les investissements effectués dans le cadre de la gestion alternative sont spéculatifs et comportent un risque élevé. Ces investissements sont conçus pour les investisseurs qui comprennent ces risques et acceptent de les assumer. Les performances peuvent être volatiles et l'investisseur peut perdre la totalité ou la quasi-totalité de sa mise de fond.

Les données économiques et les informations de marché mentionnées dans le présent document sont extraites de documents publiés par des tiers. Bien que ces sources soient jugées fiables, Morgan Stanley AIP ne peut garantir leur exactitude ni leur exhaustivité. Telles qu'utilisées dans les Documents, toutes les références au terme « dollars » ou au signe « \$ » désigne le dollar des États-Unis. Les données de cette présentation faisant référence à des travaux de recherche ne sont pas issues de rapports de recherche en actions et ne sont pas établies par l'équipe de recherche sur actions de Morgan Stanley. Toutefois, lesdites données peuvent faire référence à un rapport d'analyste actions d'une société non affiliée. Sauf mention contraire, les opinions exprimées sont celles de Morgan Stanley AIP et peuvent différer de celles de l'équipe de recherche sur actions de Morgan Stanley ou d'autres départements de Morgan Stanley.

Réservé aux investisseurs institutionnels et professionnels uniquement.

Document publié et approuvé au Royaume-Uni par Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, autorisé et réglementé par la Financial Services Authority, pour distribution aux personnes considérées comme des professionnels et des contreparties éligibles (conformément à la définition qu'en donnent les règles édictées par la Financial Services Authority).

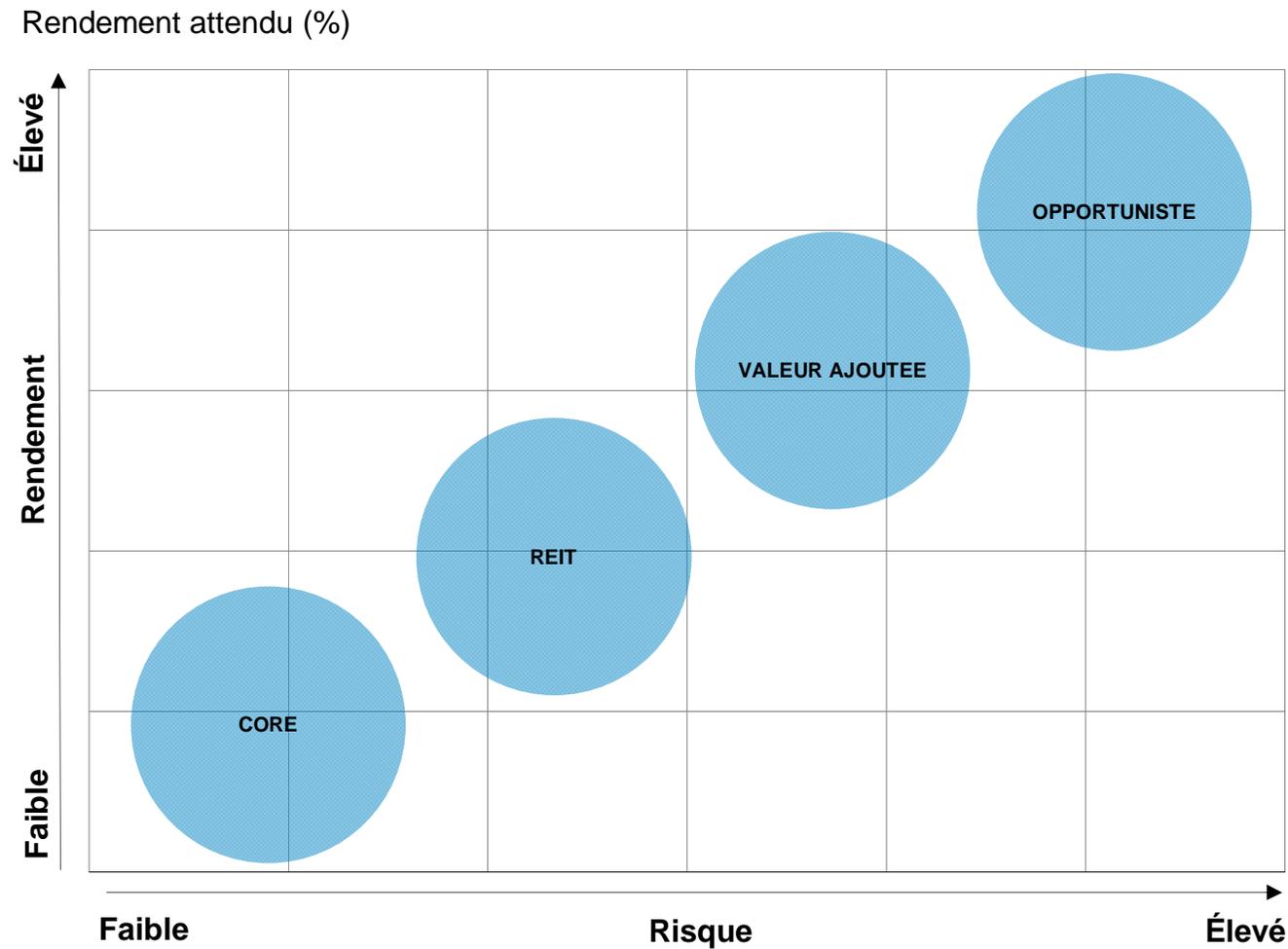
Le présent document est exclusivement destiné aux investisseurs résidant dans des juridictions dans lesquelles sa diffusion ou sa mise à disposition n'est pas contraire aux réglementations et au droit local.

Copyright 2007 by Randy Glasbergen.
www.glasbergen.com

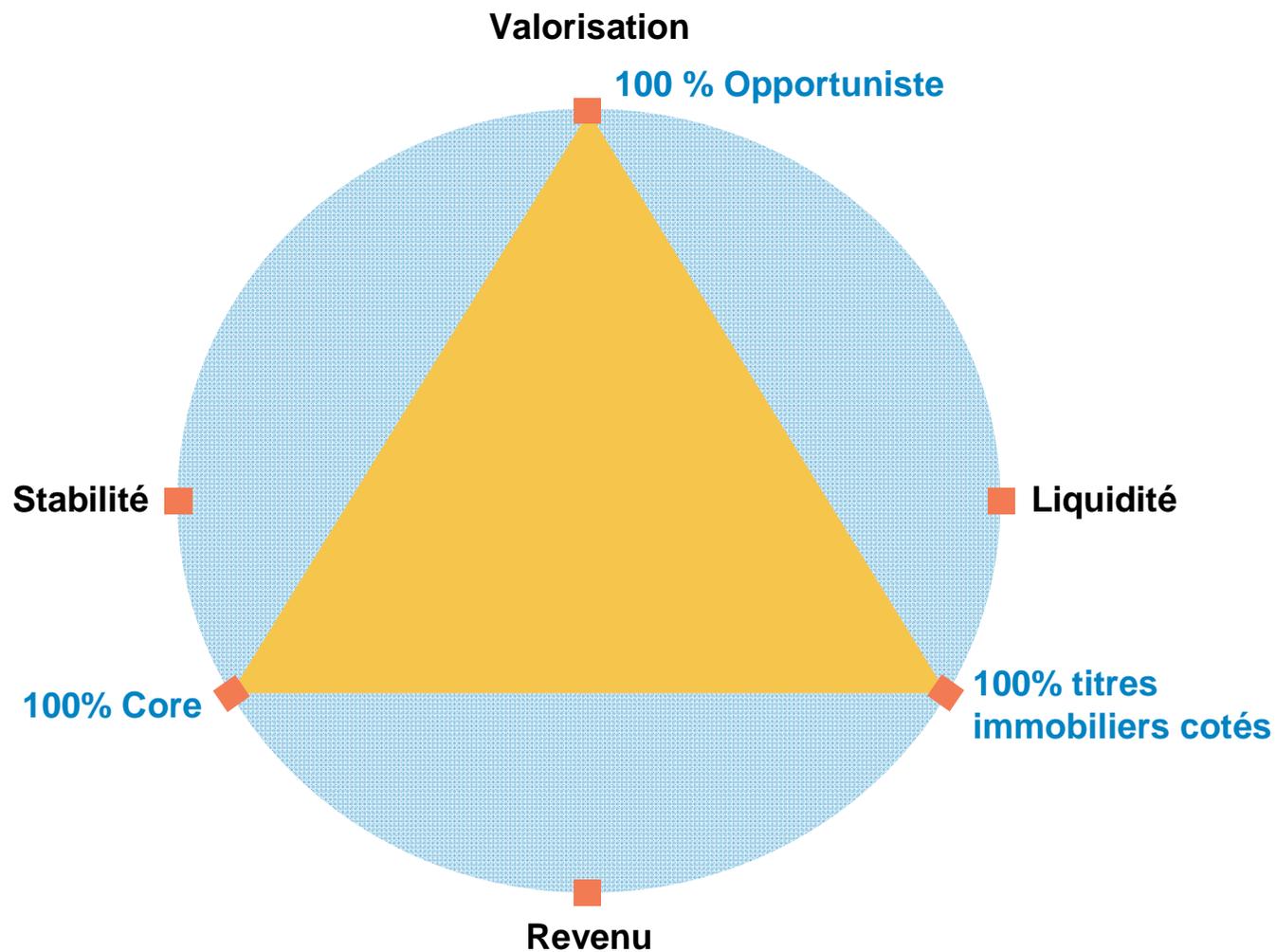


“We’ve decided to wait while the housing market returns to normal. Call us when the seller drops the price from \$999,000 to \$40,000.”

Immobilier : les stratégies d'investissement



Construction d'un portefeuille investi dans l'immobilier : savoir faire des choix



Investissement dans l'immobilier : des approches multiples

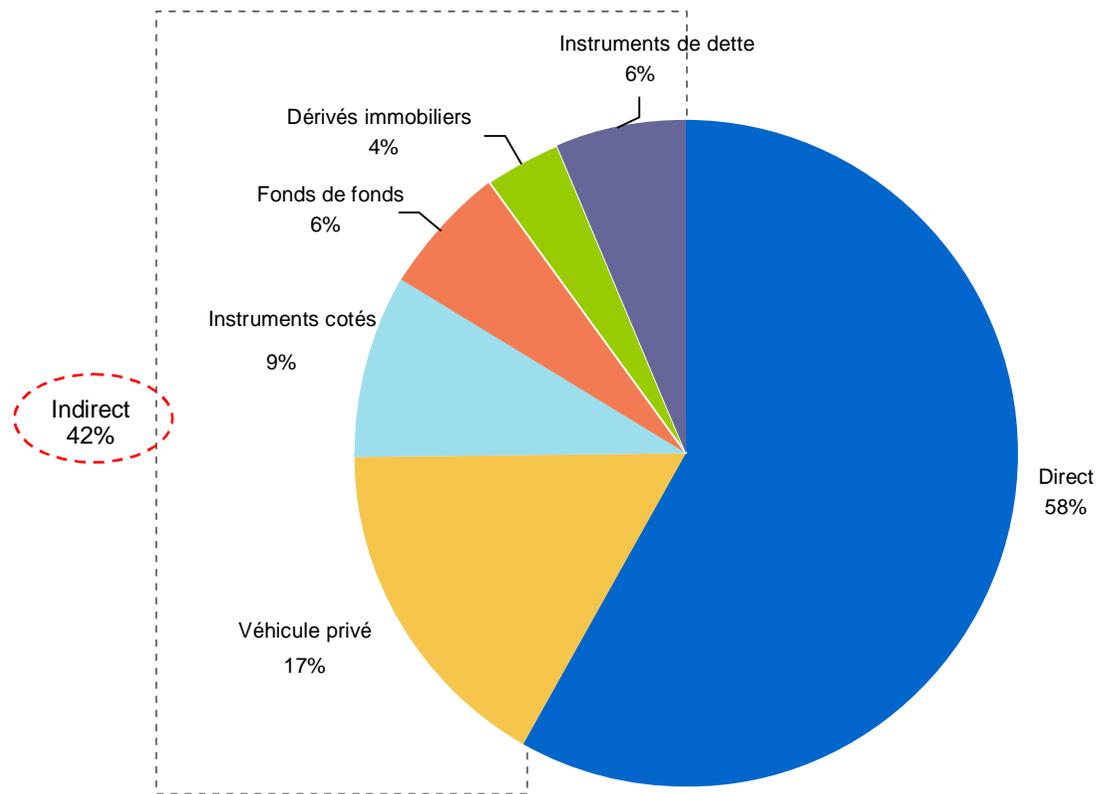
	NON COTÉ	COTÉ
TITRES DE CAPITAL	<p>Investissement direct</p> <p>Immobilier indirect (fonds non cotés)</p> <ul style="list-style-type: none"> ~ Fonds commun de placement (FCP) ~ Coentreprises avec des sociétés immobilières ~ Participation (« Stub Equity ») dans des titrisations de dette ~ Co-investissements ~ Fonds de fonds 	<p>Investissement indirect (sociétés cotées)</p> <p>REIT et REOC</p> <ul style="list-style-type: none"> ~ Marché primaire/ secondaire ~ Achats sur les marchés de capitaux ~ Opérations sur bloc/ Placements ~ Fonds de fonds <p>Produits dérivés/ ETF</p>
TITRES DE DETTE	<p>Investissements indirects</p> <ul style="list-style-type: none"> ~ CMBS (titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (<i>investment grade</i>/ non <i>investment grade</i>, notés/ non notés) ~ Dette mezzanine ~ (Placement privé) obligations convertibles de sociétés immobilière cotées ~ Dette senior 	<p>Investissements indirects</p> <ul style="list-style-type: none"> ~ CMBS (titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (<i>investment grade</i>/ non <i>investment grade</i>, notés/ non notés) ~ Dette d'entreprise non garantie ~ Actions privilégiées perpétuelles ~ Obligations convertibles / titres privilégiés

Panorama des stratégies d'investissement sur l'ensemble du spectre rendement / risque

	Core	REIT / REOC	Valeur ajoutée	Opportuniste
Supports d'investissement	Fonds ouverts / Fonds dédiés	Fonds communs de placement/ fonds dédiés	1. Fonds fermés 2. Fonds dédiés 3. Fonds de fonds	1. Fonds fermés 2. Fonds dédiés 3. Fonds de fonds
Composition du rendement	Axé sur le revenu, minimisation du risque lié au nominal	Essentiellement axé sur le revenu, avec potentiel de valorisation	Équilibre entre revenu et valorisation, risque d'exécution modéré	Axé sur la valorisation, avec composante « revenu » modeste
Investissements habituels	Biens « stabilisés » (par ex. bureaux, distribution, industriel et résidentiel)	Biens « stabilisés »	Biens « stabilisés » et partiellement en gestion, exposition accrue aux biens alternatifs (hôtels, structures d'accueil pour pers. âgées)	Recherche de potentiel de croissance/ d'opportunités sous-évaluées (tout type de biens) ; possibilité d'investissement transfrontalier
Levier	Jusqu'à 35% de la valeur totale	REIT carry ~50%	Jusqu'à 60% de la valeur totale	70 à 80% de la valeur totale
Durée de déploiement du capital	Moins de 12 mois (selon le montant investi)	Moins de 6 mois	2 à 4 ans	2 à 4 ans
Liquidité	Limitée	Liquidité la plus importante	Liquidité limitée/ nulle (marché secondaire en développement)	
Rachat	Tous les trimestres	Immédiate, en fonction du montant de la transaction	Six à neuf ans pour le rendement (y compris valorisation) ; la durée de vie légale des fonds est généralement plus longue	

Allocation : Types de véhicules

Allocation des investisseurs au secteur immobilier en 2008



Source : DTZ Research « Global Investor Intentions Survey », mai 2009

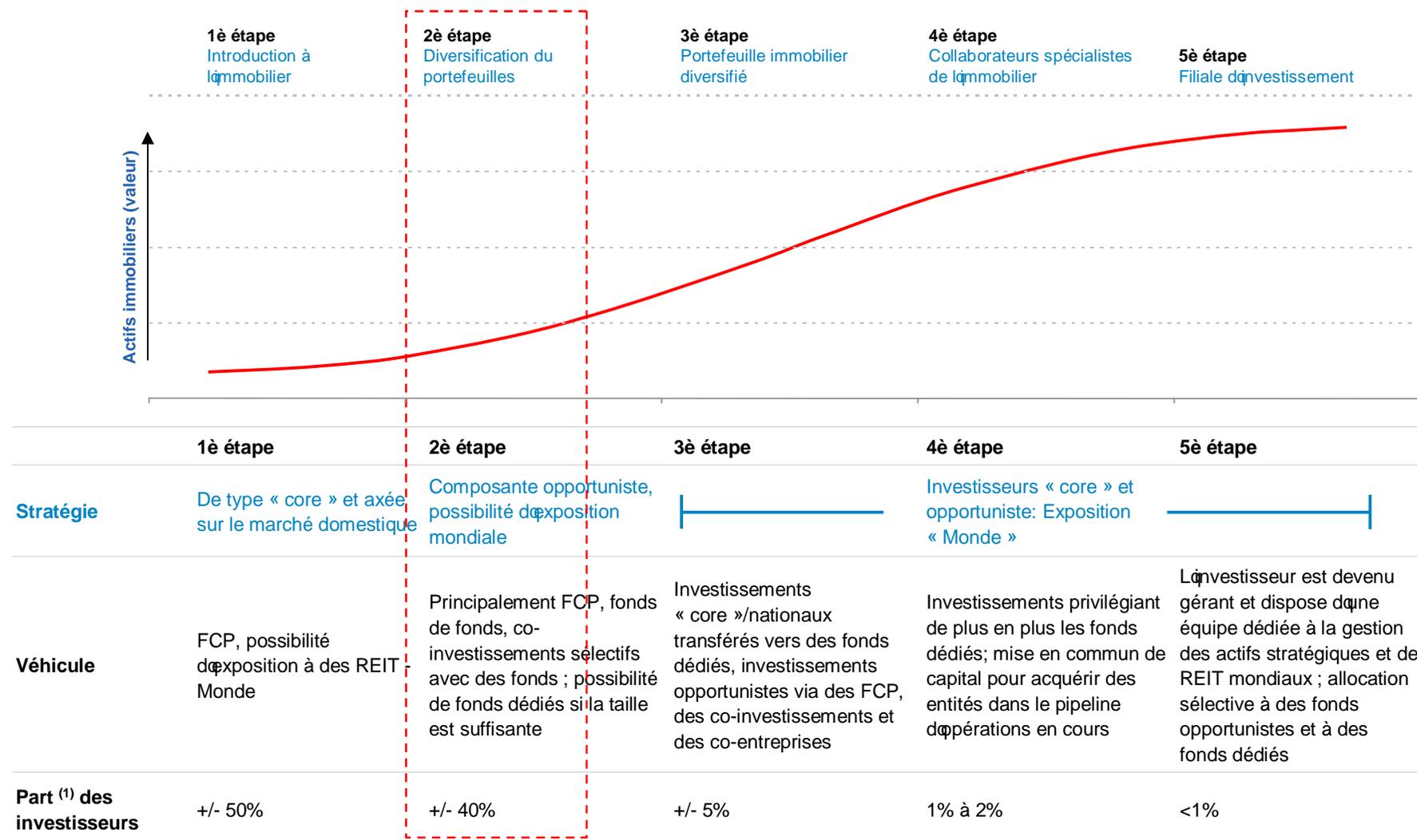
Allocation : Types de stratégies

Allocations au secteur immobilier des caisses de pensions américaines (par type de stratégie)

	2007 (historique)	2008 (actuel)	2009 (objectif)
Core/Core Plus	52%	50%	44%
Valeur ajoutée	17%	18%	20%
Opportuniste	12%	19%	22%
REIT	12%	9%	8%
Instruments de dette	3%	4%	4%
Autres	4%	1%	2%

Source : IREN, Kingsley Associates : « 2008, 2009 Plan Sponsor Survey »

Cycle d'évolution des investisseurs immobiliers

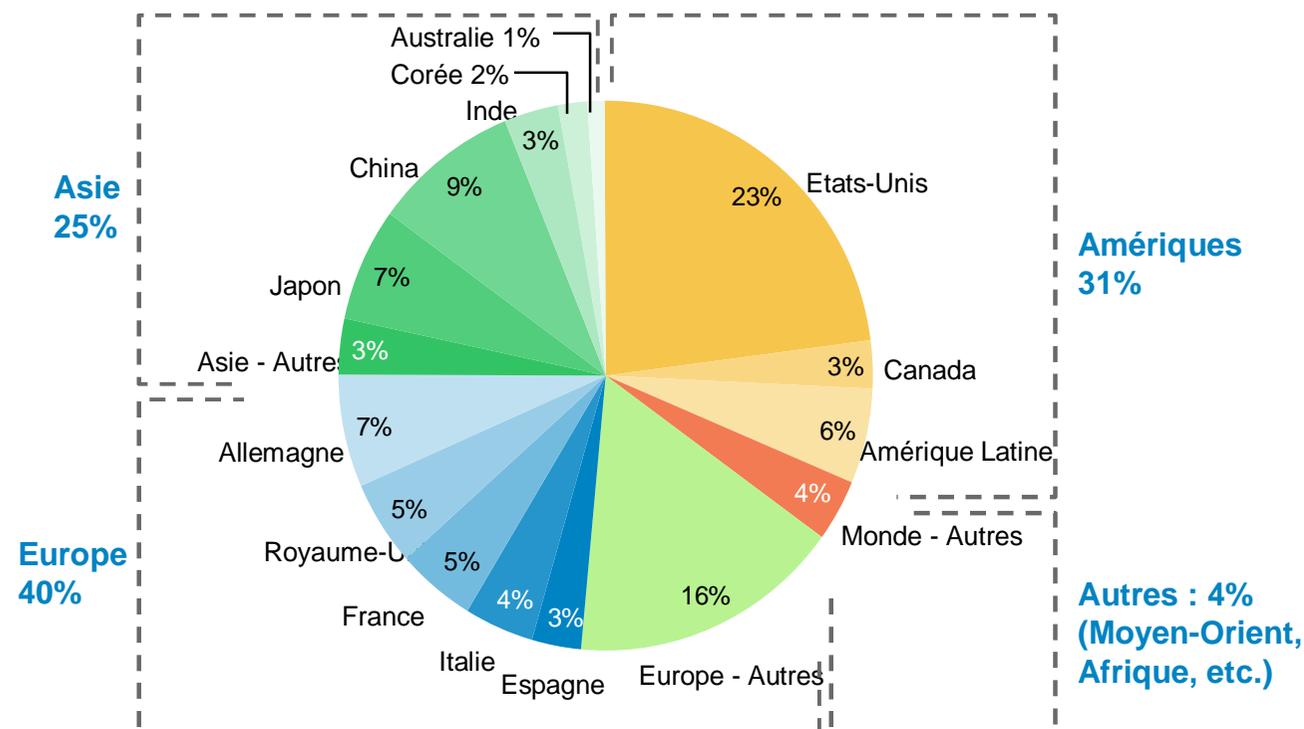


Source : MacGregor Associates, estimations Morgan Stanley

Morgan Stanley Investment Management (1) des investisseurs exposés à l'immobilier . pour les investisseurs américains

L'immobilier, une classe d'actifs mondiale

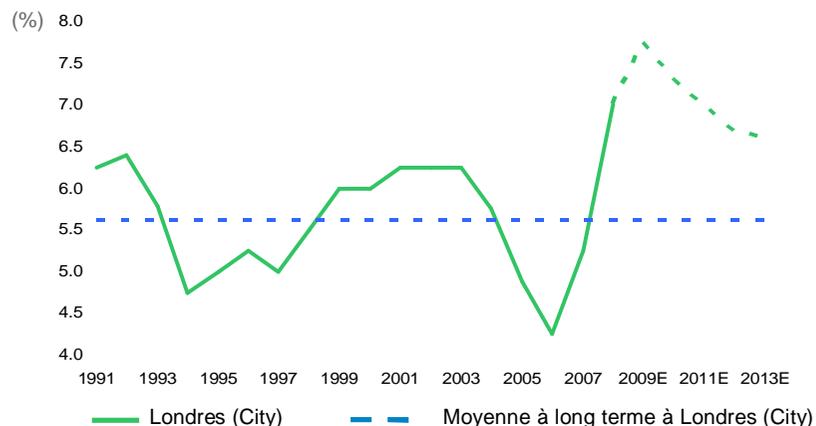
Répartition de la valeur des biens immobiliers commerciaux par région⁽¹⁾



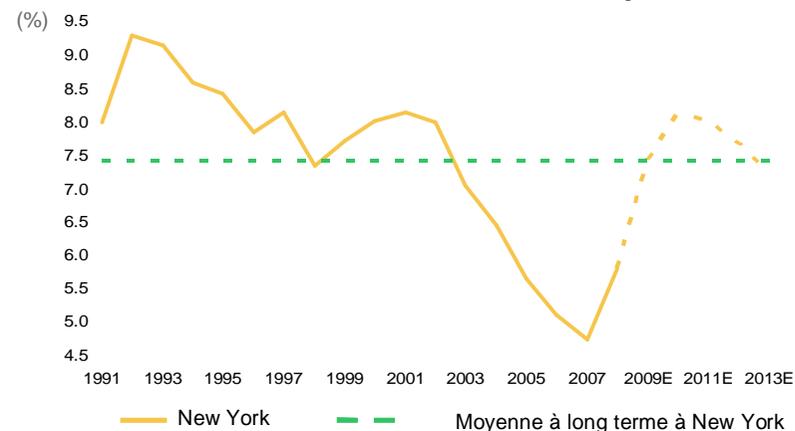
(1) Valeur des biens immobiliers estimée par Morgan Stanley, basée sur un ratio entre la capitalisation du marché immobilier et le PIB nominal qui devrait être compris entre 40 et 50 % pendant toute la durée des cycles immobiliers. Ratios calculés au moyen d'une série de formules utilisant les marchés les plus transparents pour accroître la précision des estimations. Ces ratios ont été employés sur un vaste ensemble de marchés immobiliers. Les marchés émergents dégagent un ratio immobilier/PIB plus faible, tandis que les pays développés dégagent un pourcentage plus important. Sources : FMI, PPR, Smith Travel et Recherche Morgan Stanley, et le rapport de DTZ « Money into property » 2007 et 2008

Les prix de marché se réajustent à des rythmes différents

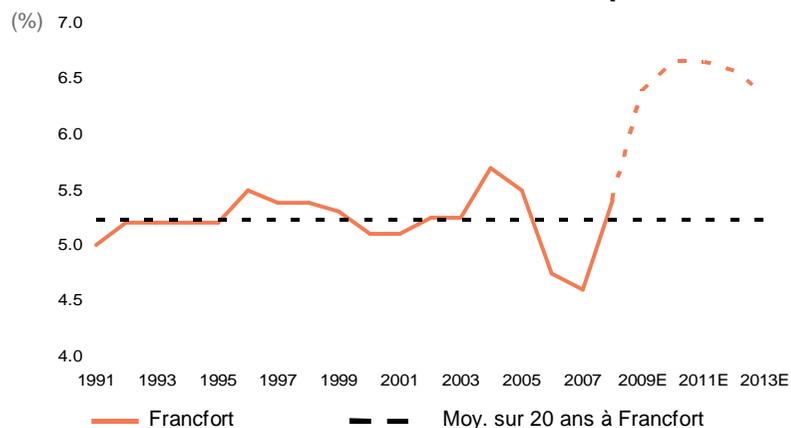
Taux de rendement effectif du marché « prime » à Londres



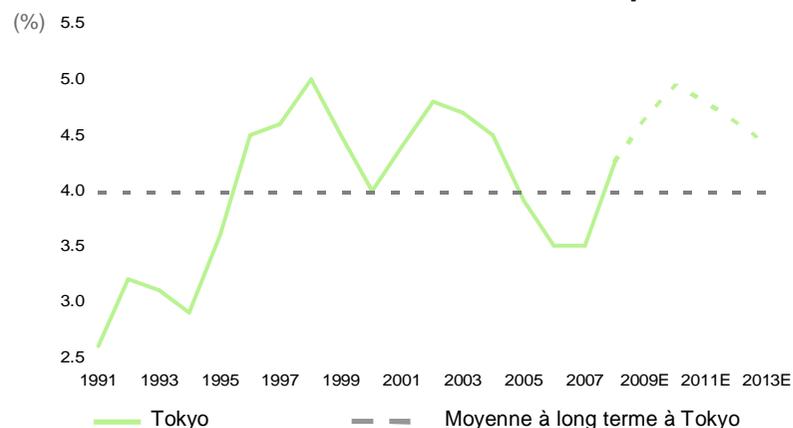
Taux de rendement effectif du marché « prime » à New York



Taux de rendement effectif du marché « prime » à Francfort



Taux de rendement effectif du marché « prime » à Tokyo

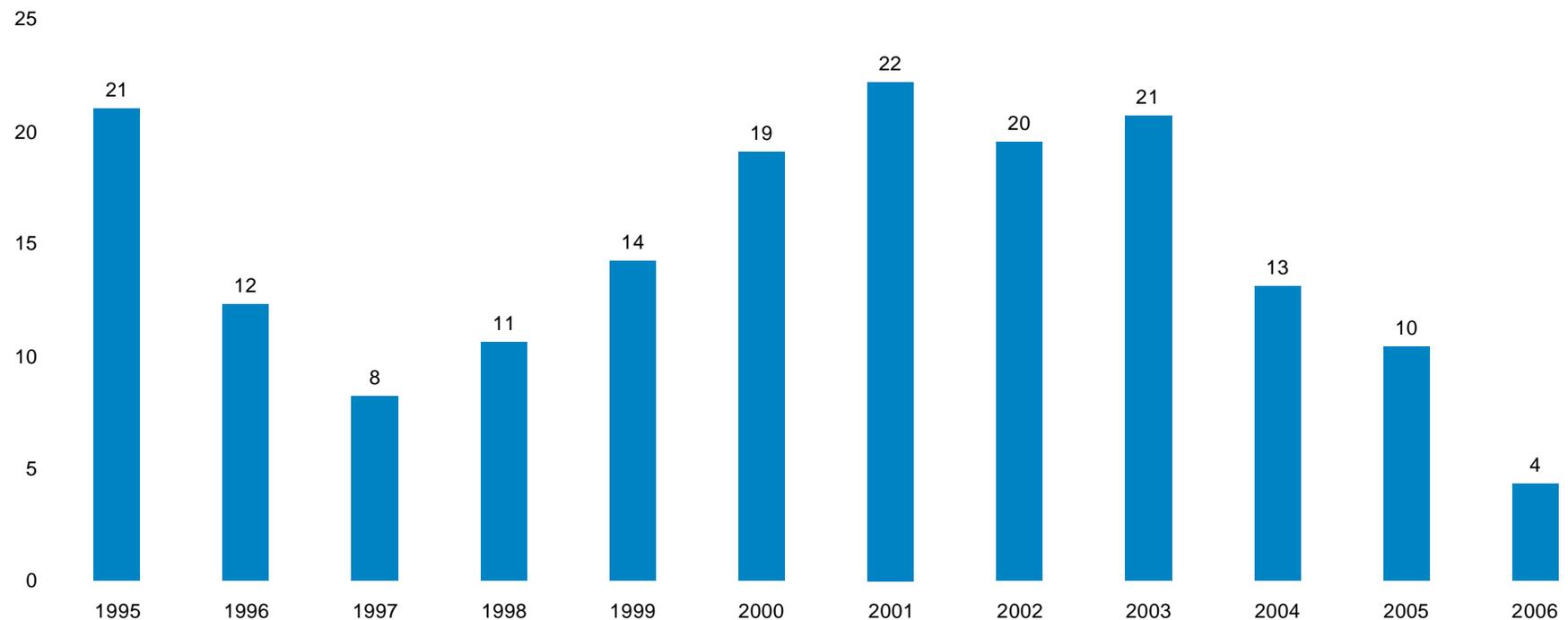


Les millésimes sont cycliques

TRI net médian des fonds par millésime . les performances varient selon les années

Rendement médian des fonds investis dans l'Immobilier à l'échelle mondiale ^{(1) (2)}

TRI (%)



Source : Prequin (1995, 2006)

(1) Les chiffres sont fournis par Prequin Real Estate ; tout type d'exposition géographique confondu. En moyenne, environ 30 fonds fournissent un TRI annuel ; toutefois, le nombre de fonds est passé de 10 (en 1995) à 66 (en 2005). Les chiffres des fonds créés entre 2006 et 2008 ne sont pas significatifs car ceux-ci se situent dans une phase précoce du cycle d'investissement.

(2) Les résultats ci-dessus ne sont pas censés prévoir les performances d'un quelconque investissement. Les performances passées ne sauraient préjuger des résultats futurs

A la marge, un risque moindre pour un rendement similaire

Marchés développés



Marchés émergents (par ex. Europe Centrale et orientale)

Actions privilégiées & dette mezzanine

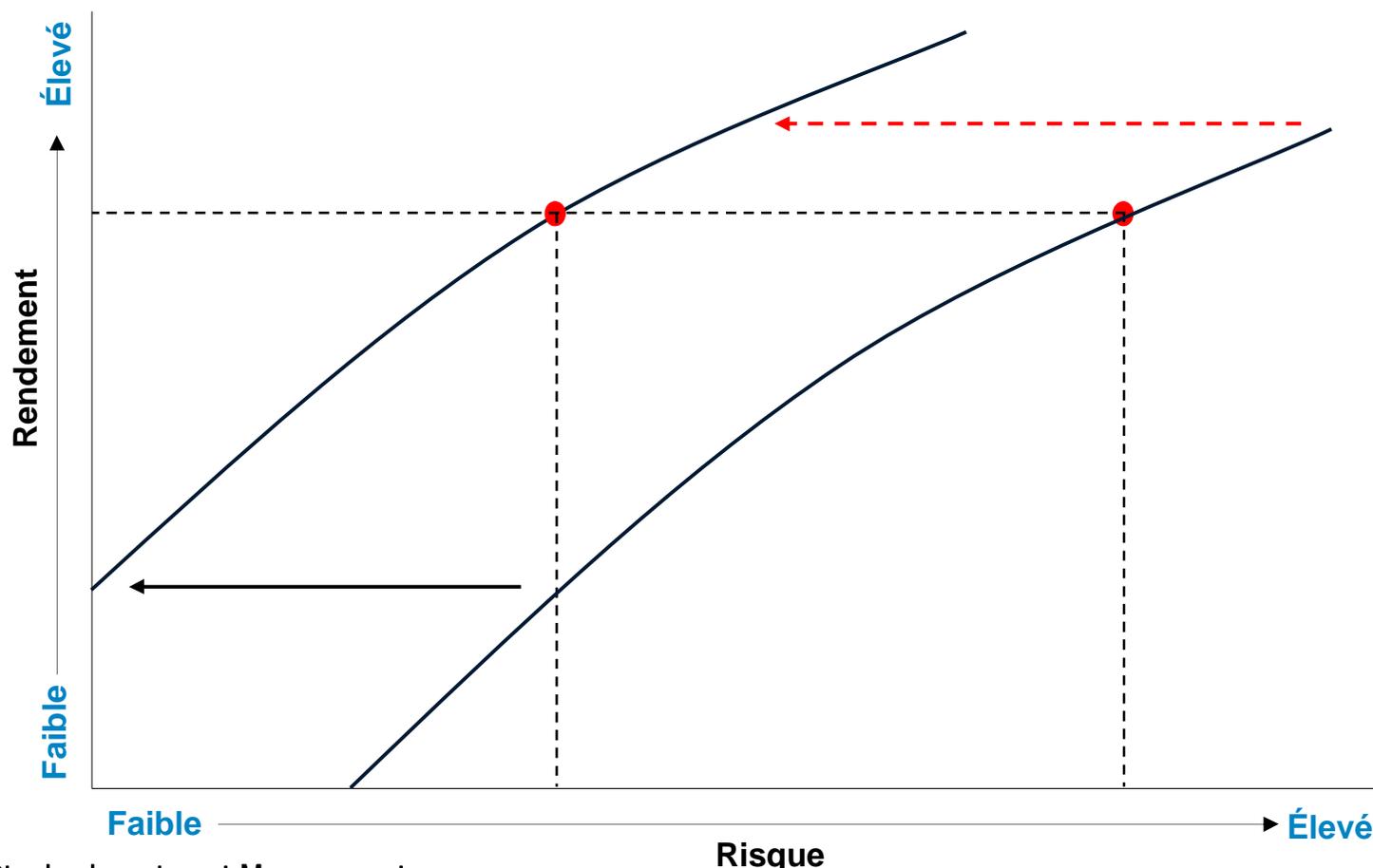


Actions

Actifs générant un revenu

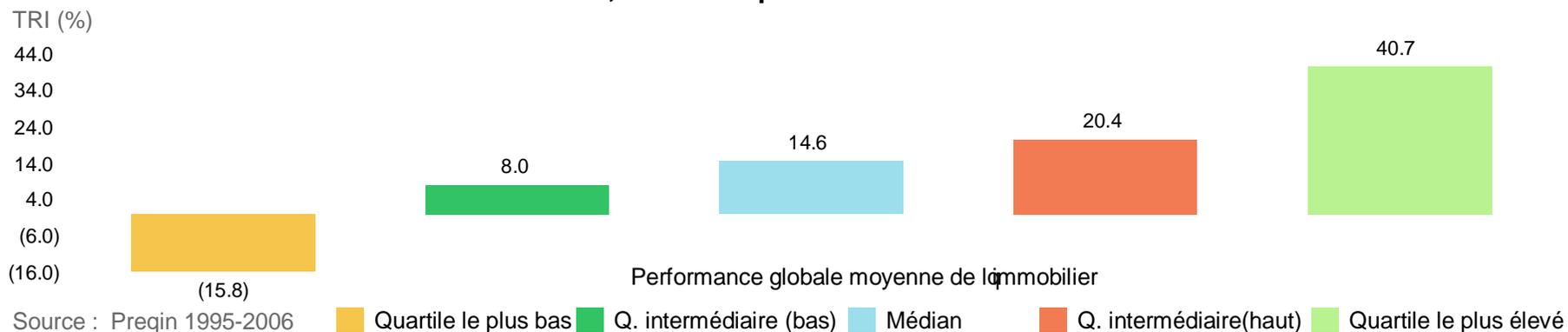


Construction

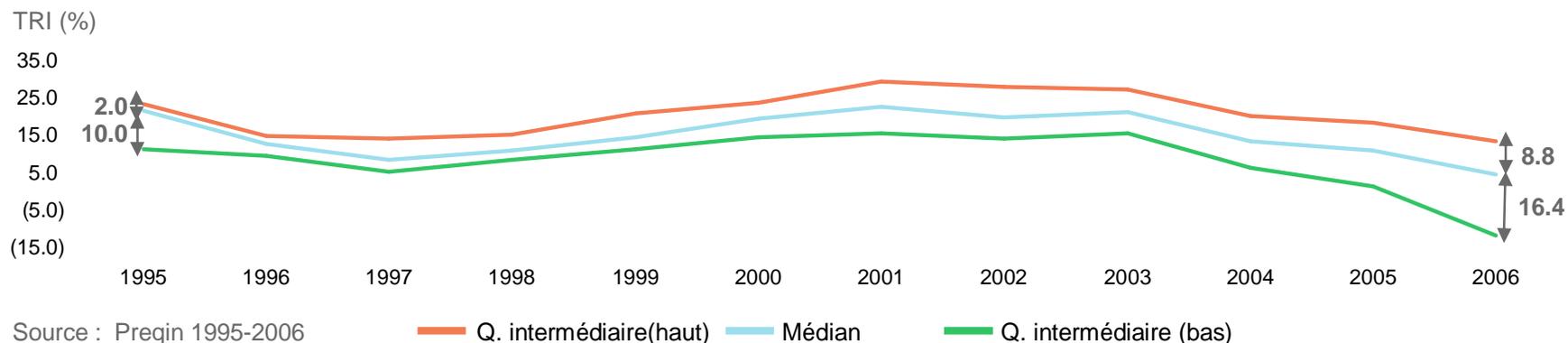


Rendements: L'importance de la sélection des gérants

TRI net médian 10 ans des fonds immobiliers, selon Prequin 1,2



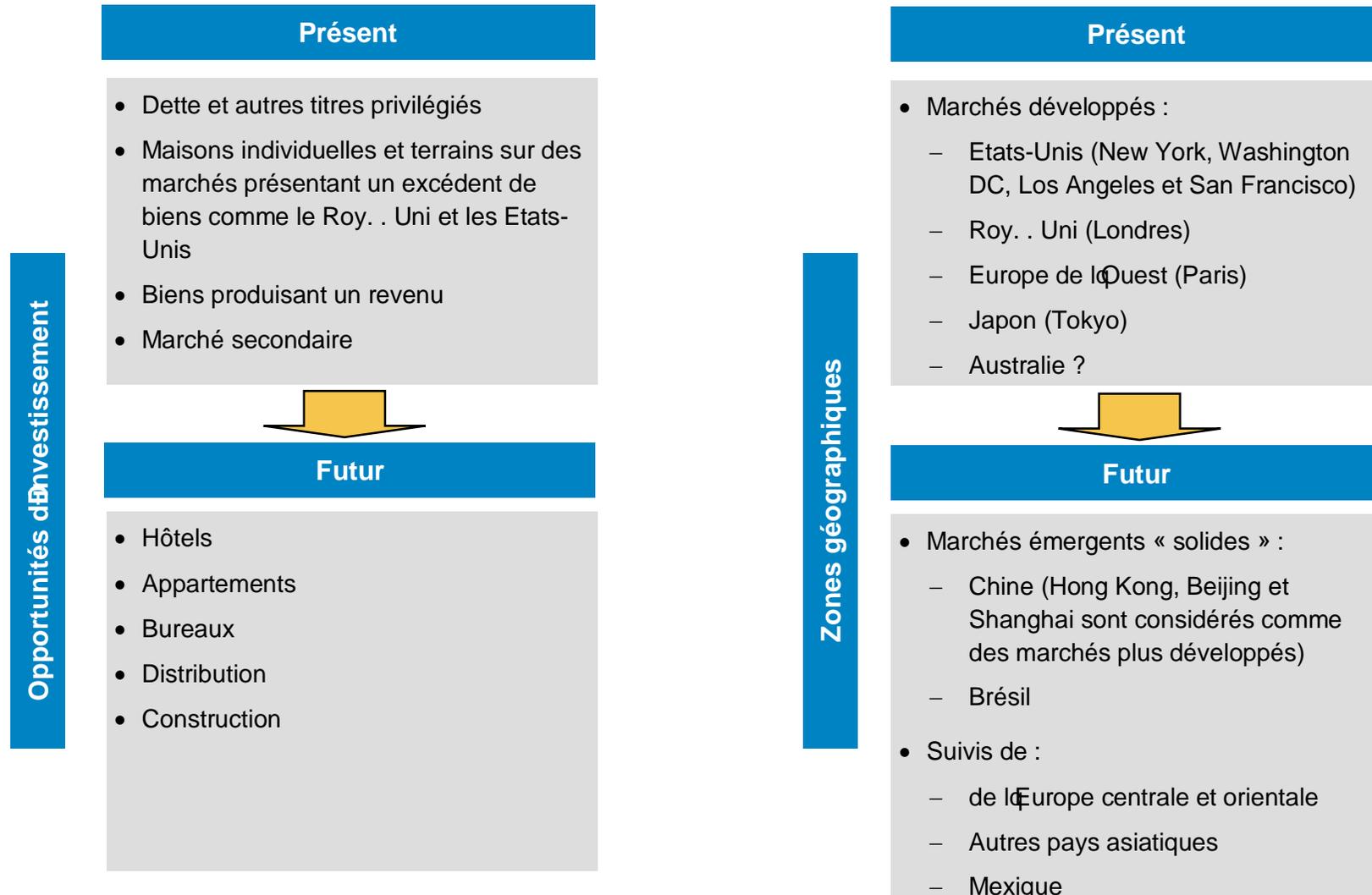
Dispersion du rendement net (selon les quartiles) É Immobilier - Monde^{1,2}



Les performances passées ne sauraient préjuger des résultats futurs

- 1) Les chiffres sont fournis par Prequin Real Estate ; tout type d'exposition géographique confondu. En moyenne, environ 15 fonds fournissent un TRI annuel ; toutefois, le nombre de fonds est passé de 16 (en 1995) à 104 (en 2006). Les chiffres relatifs aux fonds créés entre 2006 et 2008 ne sont pas significatifs car ces derniers se situent dans une phase précoce du cycle d'investissement. Les performances sont nettes de frais, des coûts et de l'intéressement (*carried interest*) du gérant de fonds. Les performances indiquées sont celles des fonds de capital investissement investis en direct dans l'immobilier et non celles de gérants de fonds de fonds. Par conséquent, elles ne tiennent pas de réduction des frais facturés au niveau du fonds de fonds.
- 2) Les résultats ci-dessus ne sont pas censés prévoir les performances d'un quelconque investissement

Environnement et recommandations¹ : synthèse



1) Les recommandations ci-dessus reflètent les avis et les opinions de l'équipe de Morgan Stanley en charge de la gestion des fonds de fonds immobiliers à la date d'aujourd'hui et non pour l'avenir. Les prévisions sont susceptibles d'être modifiées à tout moment et peuvent ne pas se révéler correctes en raison de l'évolution du contexte de marché et de la conjoncture économique

Des opportunités apparaissent¹

- Le « portage positif » signifie que :
 - . les taux de capitalisation sont supérieurs aux taux de endettement
- Privilégier les biens immobiliers dont le prix est inférieur au coût de remplacement
- Reprise de l'activité de prêt
- Baisse du prix réel sur les ventes de prêts